

米長期金利は3%台後半に収束 金融市場は中立金利の上方シフトを織り込む

調査部 総括・市場調査チーム
エコノミスト

嶋中由理子
080-1069-4638

yuriko.shimanaka@mizuho-rt.co.jp

- 9月後半以降の米国金融市場は大きく動いている。9月FOMCでのタカ派な政策金利見通しや市場予想を上回る経済指標などから、利上げ加速の見方が強まり、米長期金利は4%台まで上昇している
- 米長期金利は2022年末にかけ4%前後で高止まり、2023年入り後は低下するものの、年間を通じて3%台後半での推移を見込む。金融引き締め長期化姿勢が金利水準全体を押し上げるだろう
- 金融市場は中立金利の上方シフトを織り込んでいる可能性がある。タームプレミアムは緩やかな上昇が見込まれる。インフレの不確実性が高い中、長期金利の上振れリスクには留意が必要

1. はじめに～9月FOMCはタカ派な政策金利見通しとなるも、longer-runは据え置き

9月後半以降の米国金融市場は大きく動いている。はじめに、9月20・21日に実施されたFOMC（米連邦公開市場委員会）の結果を振り返ろう。9月FOMCでは75bpの大幅利上げが決定された。75bpの利上げは3回連続であり、フェデラルファンド（FF）金利の誘導目標は中立金利¹を超える3.00～3.25%まで到達した。ただし、75bp利上げについては事前に大方予想されており、市場参加者にとってサプライズは無かった。

しかし、FOMC参加者の政策金利見通し（ドットチャート）が2022年～24年にかけて6月対比で大幅に上方修正されたことは注目を集めた。ドットチャートの中央値は、2022年末が4.375%（6月対比+1.000Pt）、2023年末が4.625%（同+0.875Pt）、2024年末が3.875%（同+0.500Pt）、2025年末が2.875%（前回無し）、longer-run（長期）が2.500%（同±0.000Pt）となり、2022年～24年末にかけて大幅な上方修正となった。利上げの最高地点であるターミナルレートは4.625%となり、基本的にはタカ派な姿勢が示されたと言えよう。ただし、長期的な政策金利水準であるlonger-run（≒中立金利）²を2.5%に据え置いたことについては緩和的であるとの評価も一部でみられた。

FOMC後のパウエルFRB議長の講演では景気を犠牲にしてもインフレを抑制するスタンスが示され、FRBの金融引き締め長期化姿勢が改めて明確化された。こうした状況下、米国長期金利はどのように推移するだろうか。本稿では米国債券市場、特に長期金利の動向を確認したうえで、先行きの長期金利の見通しについて考察する。

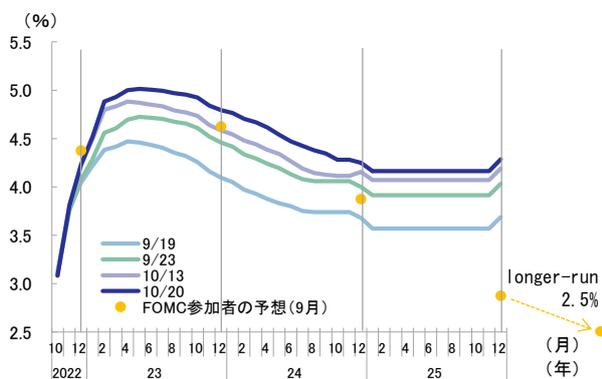
2. 9月FOMC以降の米債券市場の動向～米長期金利は4%台まで大幅上昇

9月FOMC以降の米国債券市場はどのように推移しただろうか。図表1は、FF金利先物をもとに作成した金融市場の予想するFFレートのパス（経路）を示したものである。市場の予想する政策金利のパ

スは、FRBの利上げ加速を急速に織り込む形で、上昇傾向が続いている。まず、9月FOMC（9/20・21）でのタカ派な政策金利見通しを受け、市場は9/23に4.7%（2023年5月）台まで利上げを織り込んだ。10月初旬には低調な経済指標の結果（米9月製造業ISM指数（10/3）、米8月雇用動態調査（10/4）など）を受け、一時低下する局面もあったが、その後は米9月雇用統計（10/7）で労働需給のひっ迫が示されたことや、FRB高官のタカ派な発言を受けて、市場は再び利上げ加速を織り込む展開となった。加えて、米9月CPI（10/13）や、米10月ミシガン大期待インフレ率（10/14）が市場予想を上回ったことはインフレの根強さを意識させ、10/20には2023年5月に5%近い利上げが予想されている。

市場が先行きの利上げ加速を急速に織り込む中、米国債利回りは幅広い年限で大幅上昇している。図表2は、米国債の名目金利（2年・5年・10年）の推移を示している。9月FOMCでの政策金利見通し上方修正を受けて、9月下旬には政策金利との連動の強い2年国債利回りが4.3%超まで上昇し、また長期金利（10年国債利回り）も一時4%台まで上昇した。10月初旬は景気後退懸念の高まりなどから一時的な低下局面となったものの、その後はFRBの利上げ加速を織り込む形で、米国債利回りは再び上昇を続けている。足元では、2年国債利回りが一時4.6%台まで上昇し、長期金利も2007年11月以来の一時4.3%台まで上昇している。

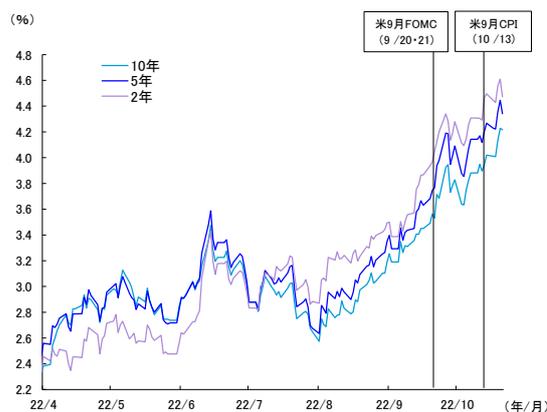
図表1 市場の予想する先行きのFFレートのパス



(注) 市場予想はFF金利先物をもとに作成。FOMC参加者の予想はドットチャートの中央値（各年末時点）

(出所) FRB、Bloomberg より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表2 米国債利回りの推移



(注) 2・5・10年は米国債利回り。10月21日時点

(出所) Bloomberg より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

3. 米長期金利の見通し～2022 年末にかけ 4%前後で高止まり、その後 3%台後半で推移

(1) 見通しの概要：根強いインフレから 2023 年に入って以降も 3%台後半の推移を見込む

それでは、先行きの米国長期金利はどのように推移するだろうか。長期金利を予測する上では、長期金利を取り巻く経済環境、すなわち米国の景気やインフレ、政策金利の先行きをどうみることが重要である。みずほリサーチ&テクノロジーズでは、米国経済は 2022 年末から 2023 年半ばにかけて景気後退局面に転じ、その後は緩やかに持ち直すと予想している³。一方、インフレ率は 2023 年にかけて徐々に低下していくとみているが、その低下ペースは緩慢にとどまると予想される。根強いインフレ

を抑制するため、政策金利は2023年1～3月期にかけて4.50～4.75%まで引き上げられ、2023年を通じて高止まりする見通しである。

こうした前提の下、みずほリサーチ&テクノロジーズでは、米国長期金利は2022年末にかけて4%前後の高水準で推移すると予想する（図表3）。その後長期金利は、2023年半ばにかけ景気後退を受けての低下を見込むも、2023年秋以降は先行きの景気回復を織り込みながら緩やかに上昇するとみている。また、FRBの金融引き締め長期化姿勢が金利水準全体を押し上げるため、2023年末においても3%台後半で推移すると予想する。

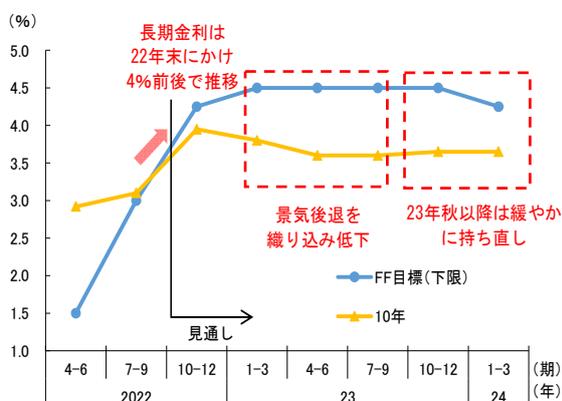
（2）論点①：金融市場は中立金利の上方シフトを織り込んでいる可能性

もっとも、中長期的な長期金利を考える上では長期的な政策金利水準、すなわち中立金利（≡longer-run）をどうみるかがカギとなるだろう。（なお、本稿では特段の記述のない限り、中立金利を名目中立金利とする。）たとえば市場における裁定取引を前提に、純粋期待仮説で金利の期間構造を捉えれば、長期金利は将来にわたる短期金利の予測によって決定されると考えられる⁴。また、FRBクラリダ前副議長は2021年5月の講演にて、米国における中立金利と長期金利の間に動学的な平均回帰の関係性があることを指摘しているが⁵、そうした点でも中立金利の想定は長期金利の重要なファクターと言えるだろう。

そこで足元の米国の中立金利を確認すると、第1節で示したように、9月FOMCで示された中立金利は2.5%程度である。また、中長期的なインフレ率についてもFRBが示している2%と仮定すれば、自然利子率（≡実質中立金利）は0.5%程度であると計算できる。なお、図表4はNY連銀が公表している自然利子率を示したものであるが、ここ10年程度0.5%程度の水準で推移し、2020年半ばで数値の更新が止まっている状態である。

しかし、足元の中立金利は上振れしている可能性がある。門間（2022a・2022b）では、米国中立金利が大幅に上方シフトしている可能性が指摘されている。まず、自然利子率は長期的には潜在成長率に収束すると考えられる。図表4（再掲）は米国の潜在成長率と自然利子率の推移を示しているが、2008年のリーマンショック以降、米国の自然利子率は低水準での推移が続き、潜在成長率との乖離が

図表3 米国長期金利の見通し



（注）10年は米国債利回り（四半期平均）。長期金利見通しは予測レンジの中央値を示す。FF目標は四半期末値

（出所）Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表4 米国潜在成長率と自然利子率



（注）NY連銀公表の自然利子率は2020年半ばで数値の更新が停止している。潜在成長率はCBOによる推計値（一部予測値）

（出所）NY連銀、米国議会予算局（CBO）より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

大幅に拡大している。NY 連銀が自然利子率の公表を止める直前の 2020 年前半の乖離幅を確認すると 1.5%以上の開きがあり、足元の自然利子率は過小評価されている可能性があるだろう。米国議会予算局によれば、米国の潜在成長率は中長期的に 1%台後半で推移するとみられるが、長期的に自然利子率が潜在成長率に収束していくことを踏まえれば、実際の自然利子率は少なくとも 1%台半ば程度の水準に上方シフトしている可能性がある。仮に自然利子率が 1%台半ばとし、中長期的なインフレ率を 2%と仮定すれば、中立金利は 3%台半ば程度になるだろう。実際、図表 1（再掲）で FF 金利先物の動きを見ても、金融市場は 3 年後以降の中長期的な政策金利を 3.5%~4%台と予想している。したがって、少なくとも金融市場は中立金利を 3%台後半以上で予想していると言えそうだ。

こうした中で、市場が将来の期待される政策金利を完全に織り込んで行動すると仮定して、長期金利を試算してみよう。ここでは市場が、米国政策金利を 2023 年度まではみずほリサーチ&テクノロジー（2022）の政策金利見通しと同水準で推移し、2024 年以降は政策金利が 3.5%程度になるまで年 2 回のペースで利下げ、その後中長期的に 3.5%が続く世界を想定するとしよう。市場が想定する中長期的な政策金利を 3.5%としたのは、前述のように少なくとも金融市場は中立金利を足元で 3%台後半以上と予想しており、今後もその想定が変わらないと考えたためである⁶。市場が予想する政策金利から、プレミアムを除いた理論的な長期金利を試算すると、長期金利は 2022 年末に約 3.9%、2023 年末は約 3.8%となった⁷。もちろん、これは市場が完全に政策金利を上記の通り織り込み、プレミアムがない世界における試算値に過ぎないが、当面長期金利は 3%台後半で推移することが予想される。

（3）論点②：タームプレミアムは緩やかな上昇を見込む

第 3（2）節の試算はプレミアムを織り込まず、市場が完全に先行きの政策金利を織り込んだ場合の長期金利である。そこで以下ではプレミアムについて考察する。

まず、米国長期金利のプレミアムの推移を確認しよう（図表 5）。本稿では NY 連銀が公表している ACM モデルのタームプレミアム（10 年）を米国長期金利のプレミアムとみなしている。第 3（2）節での試算が、名目長期金利＝期待政策金利＋タームプレミアムで考える ACM モデルの期待政策金利の概念に近く、プレミアムもこれに概ね対応するためである⁸。図表 5 をみると、足元のタームプレミアムはマイナスが続いている（10 月平均は約▲0.4%）。プレミアムのマイナスが続いているのは、米国債の流動性の高さや景気後退への懸念などから債券買いが優勢であることが背景にあると考えられる。

しかし、米国債券の流動性は低下しつつある。足元では、世界的に急速な金融引き締めや英国の減税策を巡る政治的な混乱（トラス政権は大規模減税策を公表後、大半を撤回し財務相も解任。その後トラス首相は辞任を表明）に伴い、米国債券のボラティリティを示す MOVE 指数が上昇している（図表 6）。こうした中で、米国債券流動性は徐々に低下しつつある（流動性指数は上昇）。現時点ではシカゴ連銀全米金融環境指数などでも、金融環境は中立水準であることが示されており、大きな懸念はないものの、今後米国債券の流動性はじわじわ低下していくことが見込まれる。FRB が 6 月からバランスシートの縮小を進めていることも流動性の低下要因となるだろう。そのため、先行きの米国債券の流動性プレミアムは緩やかな上昇が見込まれよう。

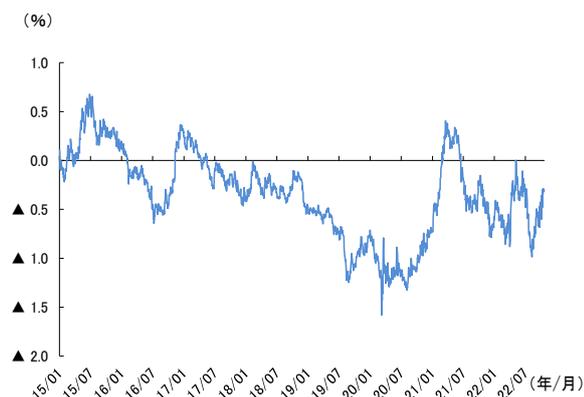
プレミアムを考える上では、米国財政の見通しも重要である。図表 7 は米国議会予算局による、米国財政赤字の GDP 比の見通しである。2022 年度（米国会計年度）の財政赤字は新型コロナ対策関連費用の減少や、経済活動の再開を背景に、前年度対比で改善した（米国議会予算局による 5 月時点の財

政赤字の GDP 比の見通しは 2021 年度▲12.4%→2022 年度▲3.9%)⁹。しかし、中長期的には金利の上昇に伴う利払い費の増加で米国財政は非常に緩やかながらも悪化が見込まれている(2032 年度の財政赤字の GDP 比は▲6.1%の見込み)。したがって財政のリスクプレミアムについても上昇が見込まれよう。

流動性プレミアム・財政のリスクプレミアムの緩やかな上昇が見込まれることから、先行きのタームプレミアムは、短期の景気変動に伴い振れを伴いながら(景気後退時は、相対的に安全資産とされる国債が買われて、プレミアムはマイナスになる)上昇し、▲0.2%~0.1%程度に収束していくと考えられる¹⁰。

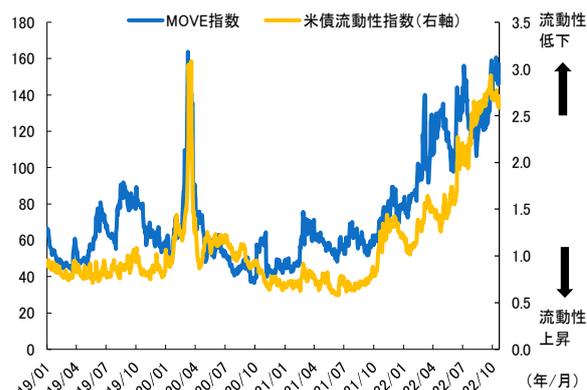
先行きのプレミアムを期待政策金利の試算値と合わせて考えると、米国長期金利は 2022 年末にかけて 4%前後の高水準での推移が予想される。2023 年半ばにかけて、景気後退に伴うタームプレミアムのマイナス幅拡大などから低下を見込むも、その後タームプレミアムはマイナス幅が縮小し、最終的に長期金利は金融市場の見込む中立金利(3%台後半)に収束していくだろう。2023 年末においても 3%台後半で推移する見通しだ。

図表 5 タームプレミアム(10年)の推移



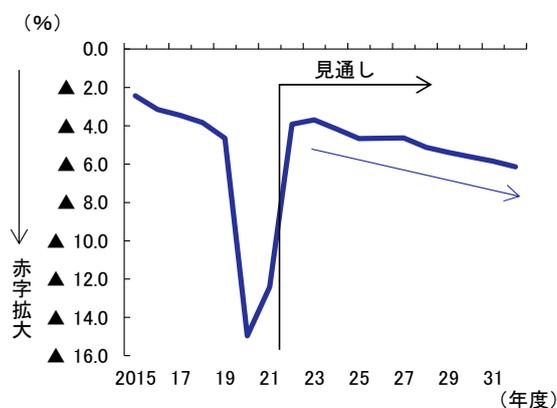
(注) ACM モデルに基づくタームプレミアム。10月21日時点
(出所) NY 連銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 6 MOVE 指数と米国債券流動性指数



(注) MOVE 指数上昇は米債のボラティリティ上昇、米債流動性指数上昇は、米債流動性の低下を表す。10月21日時点
(出所) Bloomberg より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 7 米国財政赤字の GDP 比



(注) 2022 年度以降は米国議会予算局による見通し(2022 年 5 月時点)。詳細は文末脚注 9 をご参照
(出所) 米国議会予算局(CBO)より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

4. おわりに～インフレ見通しの不確実性が高い中、長期金利の上振れリスクに留意

以上、米国長期金利の先行きについて考察してきた。先行きの米国長期金利は、グローバルインフレの行方と金融政策に大きく左右される。特に懸念されるリスクは、インフレの高進に伴う長期金利の上振れリスクである。

みずほリサーチ&テクノロジーズは、FRBの利上げによって、2023年にかけて米国のインフレ率が緩やかに低下していくと予想している。米国経済は2023年半ばにかけ景気後退となるものの、グローバルな経済・金融ショックは回避され、長期金利も安定的に推移していくとみている。

しかし、足元のインフレ圧力は非常に根強い。FRBは政策金利を3.00～3.25%まで引き上げたが、米国のCPIや賃金は市場予想を上回る伸びが続いている。加えて、今後、ウクライナ情勢の悪化などから原油などコモディティ市況が一層高騰する可能性も否定できず、米インフレ期待の上振れを通じて、長期金利の上昇圧力を高める懸念は残る。

FRBが金融引き締めを加速しても、仮に高インフレが継続すれば、米国経済は景気後退とインフレ加速が同時進行するスタグフレーションに陥りかねない。インフレの高進に伴う米国長期金利の急上昇は、米国債を保有するグローバル投資家の損失拡大を通じて、国際的な金融危機をも招きかねず、留意が必要となるだろう。

[参考文献]

- みずほリサーチ&テクノロジーズ (2022) 「2022・2023年度 内外経済見通し～政策が高める不確実性。蓋然性増すインフレ下の景気後退リスク～」、2022年10月24日
- 門間一夫 (2022a) 「道しるべにならない「中立金利」～FRBが直面する試練～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『門間一夫の経済深読み』、2022年6月16日
- 門間一夫 (2022b) 『日本経済の見えない真実～低成長・低金利の「出口」はあるか～』、株式会社日経BP、2022年9月20日
- Tobias Adrian, Richard K. Crump, and Emanuel Moench (2013) “Pricing the Term Structure with Linear Regressions.” *Journal of Financial Economics*, 110(1), 110-138.

¹ 本稿では、特段の断りのない限り、中立金利を名目中立金利とする。中立金利は金融緩和でも引き締めでもない（景気に中立で、景気を加速も減速もさせない）政策金利水準であり、米国の中立金利は一般に2.5%程度とされる。

² 文末脚注1では中立金利の概念的説明をしたが、中立金利は長期的な均衡政策金利を示している。一般的には、FOMC参加者が示す長期的な政策金利見通し（longer-run）を中立金利とみなして考えることが多い。

³ 米国経済についての見通しの詳細はみずほリサーチ&テクノロジーズ（2022）をご参照。

⁴ 純粹期待仮説とは、将来の金利に対する期待によって、金利の期間構造が決定されるという仮説のこと。ここでは、プレミアムがなく市場が先行きの短期金利を完全に予測する世界を前提としていることに留意したい。

⁵ 2021年5月17日、クラリダ前FRB副議長の講演“Sovereign Markets, Global Factors”をご参照。

（<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/clarida20210517a.htm>）

⁶ なお、今回の試算は、金融市場の予想する中長期的な政策金利（3%台後半以上とみられる）の下限である3.5%を用いた。

⁷ 試算は、市場が織込む先行きの政策金利のパスを四半期単位で2030年代まで作成し、市場が完全にそのパスを想定できると仮定したうえで、足元とフォワードレートの関係性から10年金利を加重平均することで作成。予測期間が進めば、市場の織込む先行きの金利は変わってくることから、予測期間を通じてその時点における金利をそれぞれ計算している。

⁸ ACMモデルの詳細についてはAdrian, Crump, and Moench(2013)をご参照。

⁹ なお、この見通しは5月時点のものであるため、政策金利見通しが急速に引き上がる中、先行きの利払い費の拡大を通じて、財政赤字の見通しは当時よりも拡大していく可能性が高い。また、10月21日に米財務省は2022年度の財政赤字を公表し、財政赤字は前年度対比で改善したものの、5月の米国議会予算局見通しほどは改善していないことが示された。

¹⁰ コロナ・ショック前のタームプレミアムの5~7年間の平均値等からこのレンジを想定した。また、タームプレミアムが足元マイナスであることから、上昇してもゼロ近傍の水準が予想される。

【PR】YouTube®動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！（「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です）

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



（QRコードはデンソーウェーブの登録商標です）

お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

（03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp）

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。